

证交会换帅：美国企业是否会获得更多同情？

2005年07月26日



在执掌证券交易委员会帅印的28个月中，威廉·唐纳森（William Donaldson）做出了许多惊人之举。虽然身为共和党人和证券行业的资深人士，唐纳森却三番五次与两名民主党委员联手，共同推行系列后安然时代的市场改革措施，此举激怒了华尔街和美国企业界，但却令广大投资人感到欢欣鼓舞。

6月1日，74岁的唐纳森再度令业内哗然，他宣布将于6月30日辞职退位，声称他已经实现了绝大多数的目标，希望陪伴在纽约的家人。唐纳森推行的措施究竟是好是坏？监管的钟摆在克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）的指引下是否又会摆向另一端？克里斯托弗是加利福尼亚州的保守派人士，已获布什提名出任证交会新主席。

沃顿法学兼伦理学教授托马斯·邓菲（Thomas W. Dunfee (<http://lgst.wharton.upenn.edu/dunfee/>)) 说：“我对唐纳森的印象不错。他是在适当的时候出任主席的适当人选.....或许没人注意一连串的公司丑闻严重削弱了公众对金融服务体系的信心，但唐纳森的激进措施确实帮助扭转了局势。”

但沃顿金融学教授马歇尔·布卢姆（Marshall E. Blume (<http://www.wharton.upenn.edu/faculty/blume.html>)) 认为，唐纳森在某些方面的做法太过火。他指出，“唐纳森制定的某些法规不合时宜，还采用极为强硬的手段推行萨奥法

案。”他意指国会于2002年下令推行的改革。

唐纳森曾创建华尔街赫赫有名的唐纳森、卢弗金和简莱特公司（Donaldson, Lufkin & Jenrette），协助成立耶鲁大学商学院，在上世纪九十年代初出任纽约证券交易所主席，成为安泰保险公司（Aetna Insurance）董事长兼首席执行官，并于2003年2月接管证交会，成为五人委员会中的第三位共和党人。通常情况下，该委员会中同党派人士不超过三人。

唐纳森得到两位民主党委员的支持，以3比2的投票结果通过许多重要的法规，譬如要求公司将员工股票期权计入费用，共同基金需任命独立董事，企业需改善其会计规则，以及审计师必须与公司客户保持距离等。

在纽约证交所前主席理查德·格拉索（Richard Grasso）支领高额薪酬的丑闻曝光后，唐纳森向纽交所施压要求实施改革措施，并促成了纽交所和电子交易所群岛控股公司（Archipelago Holdings Inc.）的合并，此举将会使交易更现代化，并将纽交所转型为以盈利为目的的公司。唐纳森还希望纽交所在合并后，能更加关注投资者的需要，而不是只为那些控制证交所达200多年的专家造福。

此外，唐纳森还强烈主张对蓬勃发展的对冲基金行业实施更加严格的监管，推动《全美市场体系法规》（Regulation NMS）修正案获得通过，以避免“穿价成交”的情况发生，即使以牺牲许多机构投资者在乎的交易速度为代价也在所不惜。“穿价成交”系指一家交易中心某项交易的执行价格比其他交易中心所揭示的价格还要低。

唐纳森的许多观点都遭到了商业团体、华尔街和保守派立法者的反对。沃顿管理学教授迈克尔·尤西姆（Michael Useem (http://leadership.wharton.upenn.edu/l_change/Useem_biosketch.shtml)) 说，“就某种意义而言，证交会是在大型机构投资者和公司高管人员之间的磋商，有时甚至是争斗的过程中的一个平衡点。引起诸多争议的是，唐纳森更偏向于保护投资者的利益。”

增加透明度和加强控制

许多对唐纳森持批评态度的人士抱怨说，证交会根据萨奥法案实施更加严格的会计制度改革，将导致企业成本的大幅上涨。沃顿法学和伦理学教授托马斯·唐纳森（<http://www.wharton.upenn.edu/faculty/donaldst.html>）Thomas Donaldson（<http://www.wharton.upenn.edu/faculty/donaldst.html>）指出，“最大的问题在于，加强报告与监管要求是否值得企业付出巨额成本。但毫无疑问，萨奥法案实施后，企业的透明度将有所提高，控制也比以前更加严格。”

邓菲补充说：“当然，我们不能做每项决策都只看成本，我们还必须对该决策所带来的利益进行评估，这种利益更多时候是看不见摸不着的。”唐纳森的改革措施提升了投资者对市场及公司管理诚信的信心。“整套改革措施起到非常重要的作用。”

尤西姆认为，根据证交会实施的萨奥法案，董事会拥有更多的独立性。“唐纳森和他的员工必须努力证明，当我们拿起季报、年报或委托书时，我们所看到的信息是真实可靠的。”实现该目标的途径很多，但证交会在唐纳森的领导下，采取的措施过于激进。”

布卢姆认为，唐纳森担任证交会主席期间，在《全美市场体系法规》修正案的问题上犯了严重的错误，该修正案要求投资者以最佳价格执行交易。从某个角度看，该法规减少了各个相互竞争的交易所之间的价格差异。各家交易所在任何时候在全国的交易价格都相同，因此投资者在牺牲交易速度以避免穿价成交的情况发生时，做出独立决策的机会也有所减少。“该规定主要是从技术角度考虑，但它把市场看得过于简单，所以极可能会限制创新。它使证交会承担起价格监管的责任，而我们在1975年就通过[证券市场改革]废除了证交会的价格监管功能。政府应该推动，而不是阻碍竞争。”

布卢姆对唐纳森出台法规要求赋予董事会的审计委员会更多独立性也表示不满。譬如，对审计委员会的主席人选的资质加以限制，将很难找到适合的人选，尤其是小公司。“小公司开展业务的成本会大幅增加。”

唐纳森还大力推行对冲基金顾问登记制度，理由是对冲基金行业发展势头迅猛，监管者必须更深入地了解该行业对市场造成的影响。布卢姆起初对该规定持反对态度，后又转为赞成。他担心对冲基金无法对某些成交量不大的外国股票进行准确定价，以及他们的收费标准会造成管理人员与投资者的冲突。邓菲补充说：“最起码他促使我们开始慎重考虑目前对冲基金行业的本质以及与此相关的风险（如果有的话）。”

唐纳森的头号盟友、民主党委员哈维·戈德史密斯（Harvey J. Goldschmid）计划于今年夏天辞职，到哥伦比亚大学法学院重执教鞭。另一名民主党委员罗伊·坎波斯（Roel Campos）任期也即将届满。这两个空出的职位仍须由民主党人士来填补，但布什或许会倾向于在投资者权益问题上不太尖锐的人选。保尔·阿特金斯（Paul S. Atkins）和辛西亚·格拉斯曼（Cynthia A. Glassman）等两名共和党人将留任证交会，布什的这一任命将很有可能使得委员会趋向于更保守。

倾听企业的需求？

唐纳森批准的许多法规尚未生效，且有可能遭到新任主席的搁置，包括对冲基金登记制度、管理人员不得担任基金董事长、将股份期权计为费用等。考克斯对这些制度持反对态度。另外，悬而未决的还有降低股东选举未获董事会提名董事的难度的提案。在大量游说工作未果后，该提案做出某些让步，但修改后的提案仍未获通过。考克斯接手后该提案或许从此被束之高阁。

“有些问题确实令董事和大公司管理人员备受折磨，尤其是他们关起门来做决策的时候。”尤西姆说。他赞成降低股东提名董事候选人的门槛。

在唐纳森执掌大权期间，证交会通过执法行动总共缴获近80亿美元的罚金和非法所得，数额之大令人咋舌。有观察人士认为，考克斯上任后证交会不会如此咄咄逼人。两名共和党委员指出，罚款最终只是损害到股东的利益而已。

考克斯从前是一名风险投资家，1995年帮助重修了《私人证券立法改革法》（Private Securities Litigation Reform Act），对股东提起诉讼做出限制，并使会计和公司管理人员免于对坏账负责。但他坚决支持萨奥法案的实施。他的听证会演说将于7月举行。

布卢姆认为考克斯会废除或修改唐纳森的部分改革措施。他说，“大家认为考克斯会更愿意倾听企业的需求，并使萨奥法案更加有利于提高企业的经营效率”。沃顿的唐纳森指出，考克斯上任后，“或许会变得更温和、更和蔼”。过去他在某个区担任国会议员时的观点非常激进，而该区许多高科技公司都不赞成最近的市场改革措施，所以今后他的锋芒是否有所收敛尚有待证实。

邓菲认为，现在就说安然时代的问题已经解决，钟摆可以摆回到放松管制还为时过早。譬如，重申以前财务报表的公司数目激增，表明许多公司仍在玩会计游戏。“我认为现在就宣布投资者信心已经恢复还为时过早。”